



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

Setl Group

Холдинг Setl Group, известный до 2006 г. как Корпорация «Петербургская недвижимость», является крупнейшим риэлтором Санкт-Петербургского рынка. Сфера профессиональной деятельности холдинга охватывает также строительство, девелопмент, поставки строительных материалов и управление объектами недвижимости.

Холдинг разместит дебютный выпуск облигаций, объемом 1 млрд руб., направив привлеченные средства на финансирование адресной программы и рефинансирование кредитного портфеля группы.

Оценивая уровень доходности облигаций холдинга, мы сопоставили его финансовые показатели с результатами других компаний сектора, облигации которых торгуются на долговом рынке. На наш взгляд, справедливая оценка доходности дебютного выпуска Setl Group находится в диапазоне 13,4%–13,6% к годовой оферте.

- Сумма поступлений на расчетные счета компаний холдинга, очищенная от кредитных средств и внутренних оборотов, которая отражает денежный поток, сформированный основными направлениями деятельности, превысила 3,6 млрд руб.
- Портфель проектов, превышающий 600 тыс. кв. м, способен обеспечить устойчивый рост холдинга в ближайшие годы.
- Setl Group представила консолидированную отчетность по МСФО за 2005 г., аудированную KPMG, и планирует продолжать эту практику в будущем.
- Холдинг имеет относительно прозрачную структуру по сравнению с другими компаниями сектора. Setl Group принадлежит группе физических лиц – М. В. Шубареву, В. В. Семенову и Я. Л. Изаку.
- Setl Group финансирует строительные проекты преимущественно за счет банковских кредитов, что позволяет холдингу открывать продажи на более поздней стадии строительства, и тем самым обеспечить более значительный объем выручки по сравнению с привлечением средств дольщиков на ранних стадиях строительства.
- Долг холдинга не превышает разумных пределов. Отношение долга к EBITDA составило 3,7х в 2006 г. и по оценкам менеджмента лишь незначительно увеличится в 2007 г. По состоянию на 1 апреля 2007 г. задолженность компании составляла около 1,7 млрд руб.
- Кредиторами Setl Group являются крупнейшие банки страны, среди них Сбербанк РФ, Банк Санкт-Петербург, МДМ-Банк и Промышленно-строительный банк.

Сэтл Групп -1 '12

Сектор	девелопмент
Размещение	май 2007
Эмитент	ООО "Сэтл Групп"
Объем	1 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	5 лет
Оферта	1 год
Организатор	Уралсиб, Планета Капитал
Справедливая доходность	УТР 13,4-13,6%

Ключевые финансовые показатели

млн руб.	2005 (МСФО)	2006П	2007П
Выручка	2 358	2 309	3 241
Валовая прибыль	441	486	645
ЕБИТДА	349	386	618
Чистая прибыль	162	217	427
Активы, в т.ч.	3 752	4 262	6 369
<i>ОС и инвест. собствен-ть</i>	1 720	1 727	1 896
Собственный капитал	894	1 108	1 535
Долг*	574	1 435	2 420
Валовая рентабельность	18,7%	21,0%	19,9%
Норма ЕБИТДА	14,8%	16,7%	19,1%
Чистая рентабельность	6,9%	9,4%	13,2%
Долг / Выручка	0,24	0,62	0,75
Долг / ЕБИТДА	1,65	3,72	3,92
ЕБИТДА / Проценты	13,13	7,68	9,92
Долг / Собственный капитал	0,64	1,30	1,58
Долг / Активы	0,15	0,34	0,38
Текущие активы / Активы	0,53	0,59	0,70
Краткоср. долг	21%	26%	5%
Козэф. текущей ликвидности	0,94	1,38	2,03

*Долг без учета обязательств по лизингу 71,4 млн руб. в 2005 г.

Источник: Setl Group



Параметры выпуска

Объем дебютного выпуска облигаций компании ООО «Сэтл Групп» составит 1 млрд руб. Срок обращения – пять лет. Ставка купонов на первый год обращения будет определена на аукционе в дату размещения. Структурой выпуска предусмотрена годовая оферта по 101% от номинала.

Использование средств облигационного займа

Средства, полученные в результате размещения, будут направлены на финансирование адресной программы (40%) и рефинансирование текущего кредитного портфеля компании (60%).

Структура выпуска

Эмитентом облигаций выступает ООО «Сэтл Групп», головная компания холдинга Setl Group. Поручителями, несущими солидарную с эмитентом ответственность, являются – ООО «Сэтл Сити» (до 2006 г. – Строительная компания «Петербургская недвижимость»), девелоперское подразделение холдинга и ООО «Центр развития проектов «Петербургская недвижимость», риэлтор на рынке жилой и коммерческой недвижимости Санкт-Петербурга, ООО «Пальмира», собственник бизнес-центра площадью более 8 тыс. кв. м.

Говоря о структуре выпуска следует отметить, что ООО «Пальмира» не входит состав Setl Group. Это неаффилированная с эмитентом компания, которая на протяжении ряда лет является деловым партнером Setl Group, предоставляя компаниям холдинга в аренду часть площадей бизнес-центра «Обводный, 24».

Профиль компании

Setl Group (до 2006 г. – Корпорация «Петербургская недвижимость») – один из крупнейших игроков рынка недвижимости Северо-Запада. Сфера профессиональной деятельности компании охватывает строительство, девелопмент, поставки строительных материалов, управление объектами недвижимости и риэлторский бизнес.

Группа присутствует на рынке Санкт-Петербурга, Ленинградской области и Калининграда, где развивает все перечисленные направления бизнеса. Ведется строительство загородной недвижимости в курортных районах Финляндии. Филиалы Setl Group, в настоящий момент занимающиеся риэлторской деятельностью, открыты в ряде российских городов – Омске, Ярославле и Мурманске. В планах компании выйти в качестве риэлтора, а затем и девелопера на рынки Ульяновска, Томска, Новгорода, Новороссийска и Киева.

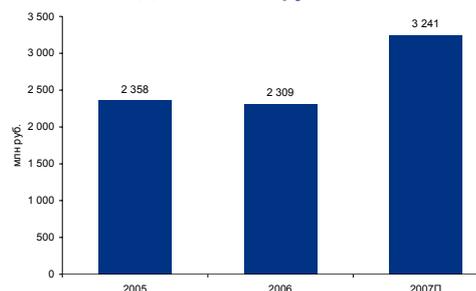
Холдинг является крупнейшим риэлтором на рынке Санкт-Петербурга и ежемесячно реализует более 200 квартир в строящихся домах. В период с 2002 по 2006 гг. компания провела сделки с квартирами общей площадью около 500 тыс. кв. м. В качестве консультанта и менеджера проекта Setl Group участвует в реализации более 170 проектов фирм-партнеров, доля которых на рынке строящегося жилья составляет 40%.

По итогам 2006 г. выручка Setl Group составила 2,3 млрд руб., практически не изменившись по сравнению с 2005 г.

Ключевую роль в формировании выручки на протяжении года играли два бизнес-блока: девелопмент и поставки строительных материалов. На их долю пришлось соответственно 56% и 15% выручки.

В 2006 г. сумма поступлений на расчетные счета компаний холдинга, очищенная от кредитных средств и внутренних оборотов компании, превысила 3,6 млрд руб.

Динамика выручки

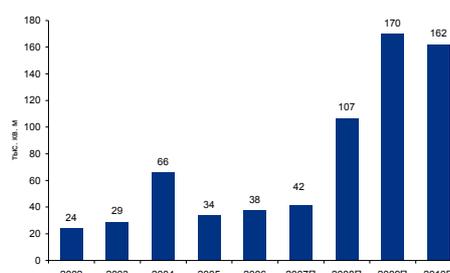


Источник: Setl Group

В 2006 г. направления девелопмента и поставок стройматериалов сформировали соответственно 56% и 15% выручки, составившей 2,3 млрд руб.

Сумма поступлений на расчетные счета компаний холдинга, очищенная от кредитных средств и внутренних оборотов, превысила 3,6 млрд руб.

Динамика объема ввода жилья



Источник: Setl Group



Холдинг был создан в 1994 г. Девелоперское направление начинает активно развиваться с 2002 г. В период с 2002 г. по настоящее время было сдано в эксплуатацию свыше 200 тыс. кв. м жилья и коммерческой недвижимости. Общая площадь объектов, сооруженных с 1994 г. по настоящее время, составляет 243,4 тыс. кв.м. Портфель проектов, находящихся на разных стадиях реализации, превышает 600 тыс. кв. м.

В 2006 году Setl Group сдала в эксплуатацию 37,8 тыс. кв. м жилья. На протяжении последних пяти лет ежегодные объемы ввода жилья колебались в диапазоне от 24 до 66 тыс. кв. м. Стремительный рост ввода площадей ожидается в период с 2008 по 2011 гг.

В число наиболее крупных проектов, реализация которых будет завершена в Санкт-Петербурге в этот период, входят:

- В 2008 г.: жилой комплекс «Авангард», расположенный на пересечении ул. Бестужевской и пр. Кондратьевского, площадью 59,4 тыс. кв. м.
- В 2009 г.: жилой комплекс «Южная Корона», расположенный на пересечении ул. Свирской и Дунайского пр., площадью 33,6 тыс. кв. м, жилой комплекс на улице Гагарина площадью 27,9 тыс. кв. м и бизнес-центр «Юбилейный» на пр. Добролюбова площадью 33,6 тыс. кв. м.
- В 2010 г.: первая очередь бизнес-центра на Малой Охте, расположенного на пересечении Малоохтинского пр. и Перевозного пер., площадью 81 тыс. кв. м.
- В 2011 г.: вторая очередь бизнес-центра на Малой Охте площадью 48 тыс. кв. м. и жилой комплекс «Квартал за Гербом» на ул. Морского десанта (Петродворец) площадью 80 тыс. кв. м.

Setl Group осуществляет строительство во всех сегментах рынка недвижимости. Компания возводит объекты жилой недвижимости эконом- и бизнес-класса, реализует проекты строительства элитного жилья и коммерческой недвижимости.

Приоритетными направлениями для компании являются строительство жилья бизнес-класса и развитие сегмента коммерческой недвижимости.

В 2006 г. в Санкт-Петербурге было введено в эксплуатацию 2,4 млн. кв. м жилья. Доля группы на строительном рынке Санкт-Петербурга составила 1,6%. Реализация проектов адресной программы способна увеличить долю Setl Group на строительном рынке города до 7–8%.

На сегодняшний день процент освоения затрат по проектам, планируемыми к вводу в 2008 г., составляет более 20%, по проектам, завершаемым в 2009 г. – около 8%. Проекты, запланированные к сдаче в 2010 и 2011 гг., находятся на начальном этапе реализации.

Setl Group осуществляет финансирование строительных проектов преимущественно за счет банковских кредитов. Постепенный отказ от финансирования строительства средствами дольщиков после вступления в силу 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ» в апреле 2005 г. позволил холдингу оптимизировать модель финансирования строительных проектов. С одной стороны, компания снизила риски, связанные с волатильностью финансовых потоков, поступающих от дольщиков. Волатильность была порождена колебаниями ценовой конъюнктуры на первичном рынке жилья. С другой стороны, начало продаж на поздней стадии строительства позволяет максимизировать выручку. При продаже на ранних стадиях строительства цены, как правило, на 30–40% ниже стоимости квартир в готовых объектах.

Таким образом, Setl Group получает сразу два преимущества:

За время своего существования компании холдинга сдали в эксплуатацию 243,4 тыс. кв. м, в том числе свыше 200 тыс. кв. м за пять последних лет

Портфель проектов, находящихся на разных стадиях реализации, превышает 600 тыс. кв. м

Доля Setl Group на строительном рынке Санкт-Петербурга составила 1,6% в 2006 г. Реализация новых проектов способна увеличить долю холдинга до 7%–8%

Setl Group финансирует строительные проекты преимущественно за счет банковских кредитов, что позволяет холдингу открывать продажи на более поздней стадии строительства и таким образом максимизировать выручку.



- график финансирования строительства, не зависящий от хода продаж дольщикам;
- более высокая цена реализации объектов.

Направления бизнеса

Строительный блок

Строительный бизнес холдинга, который по итогам 2006 г. сформировал более 65% выручки холдинга, представлен двумя направлениями:

- девелопментом;
- строительными и подрядными услугами.

Девелопмент, ведущее направление деятельности холдинга, представлен компанией «Сэтл Сити». Его доля в консолидированной выручке 2006 года составила 56%. Компания реализует проекты по возведению многоквартирных панельных и кирпично-монолитных жилых домов, загородной недвижимости, а также строит объекты коммерческой недвижимости.

В 2004 г. Setl Group реализовала проект гостиницы класса «три звезды» – «Андерсен отель» общей площадью 4,7 тыс. кв. м, расположенной в историческом центре Санкт-Петербурга.

В 2006 г. стартовал проект строительства коттеджных поселков в курортных районах Финляндии – Такхо и Руколахти, на принадлежащих группе участках земли общей площадью 18,4 Га.

Строительные и подрядные услуги

ООО «Строительное управление «Петербургская недвижимость» выступает генеральным подрядчиком на объектах Сэтл Сити, а также предоставляет услуги сторонним заказчикам. По итогам 2006 г. доля выручки от сторонних заказов составила 24%. В консолидированной отчетности холдинга выручка блока достигла 8%. В 2007 г. ожидается увеличение доли сторонних заказов до 42%, благодаря чему доля направления в консолидированной выручке достигнет 14%.

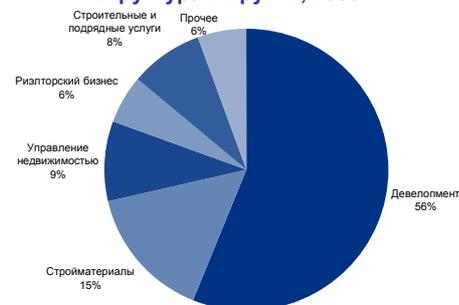
Поставки строительных материалов

ООО «Инвестстрой» – официальный дилер ряда производителей строительных материалов, в том числе входящих в группу ЛСР ЗАО «Победа/Кнауфф», ЗАО НПО «Керамика» и АО «Ленстройкерамика». По итогам 2006 г. доля блока в выручке холдинга составила 15%. ООО «Инвестстрой» обслуживает преимущественно потребности внешних по отношению к группе заказчиков, осуществляя поставки широкого спектра строительных материалов – арматуры, бетона, раствора, газобетона, камня, кирпича, железобетонных плит и пр.

Риэлторская деятельность

Посредническую деятельность на первичном рынке недвижимости осуществляет ООО «Центр развития проектов «Петербургская недвижимость», на вторичном – ЗАО «Агентство «Петербургская недвижимость». Направление ориентировано на независимую деятельность и формирует основной объем продаж за счет объектов, построенных другими компаниями. Риэлторский бизнес обеспечил 6% выручки холдинга. Общий объем продаж в натуральном выражении по итогам 2006 г. оценивается в 130 тыс. кв. м.

Структура выручки, 2006г



Источник: Setl Group



Управление недвижимостью

Управление недвижимостью представлено двумя направлениями. Компания ООО «Практис. Управление и эксплуатация» управляет объектами коммерческой недвижимости и осуществляет их техническую эксплуатацию, а ООО «Центр эксплуатации объектов недвижимости» управляет объектами жилой недвижимости по договорам ТСЖ.

По состоянию на конец 2006 г. в управлении находилось около 98 тыс. кв. м жилых площадей и 27 тыс. кв. м объектов коммерческой недвижимости. В 2006 г. это направление обеспечило 9% выручки группы

Акционеры и структура собственности

Группа структурирована как холдинг, во главе которого стоит ООО «Сэтл Групп». Холдинговая компания, находится в прямой собственности трех физических лиц, М. В. Шубарева, В. В. Семеновко и Я. Л. Изака.

До проведенного в 2006 г. ребрендинга компания была известна на рынке как Корпорация «Петербургская недвижимость».

Setl Group принадлежит трем физическим лицам – М. В. Шубареву, В. В. Семеновко и Я. Л. Изаку





Финансовая отчетность

Начиная с 2005 г. Setl Group представляет отчетность по МСФО. Аудит предварительной комбинированной финансовой отчетности за 2005 г. выполнен KPMG. Для целей финансового анализа вниманию инвесторов предлагается официальная предварительная комбинированная финансовая отчетность за 2005 г., предварительные результаты 2006 г. и прогноз компании на 2007 г.

Setl Group представляет консолидированную отчетность по МСФО, аудированную KPMG

Отчет о прибылях и убытках

Реализация квартир в многоквартирных домах отражается в выручке после подписания акта приемки-передачи готовой квартиры с дольщиком/покупателем. Средняя продолжительность строительства объекта составляет два года. Таким образом, выручка отчетного периода формируется по объектам, проданным, как правило, в предыдущие периоды по более низким по сравнению с текущими ценам. Поэтому необходимо помнить, что динамика выручки той или иной девелоперской компании может в большей или меньшей степени отставать от динамики рынка недвижимости в зависимости от сроков реализации проектов и класса возводимых объектов.

Выручка от строительных услуг учитывается по мере их оказания пропорционально доле выполненных работ.

Комиссионный доход от риэлторских операций учитывается по мере поступления, а доход от сдачи в аренду инвестиционной недвижимости переносится на выручку линейно в течение срока заключенного договора аренды.

Основные финансовые показатели Setl Group

млн руб.	2005 (МСФО)	2006П	2007П
Выручка	2 358	2 309	3 241
Валовая прибыль	441	486	645
ЕБИТДА	349	386	618
Чистая прибыль	162	217	427
Активы, в т.ч.	3 752	4 262	6 369
<i>ОС и инвест. собствен-ть</i>	1 720	1 727	1 896
Собственный капитал	894	1 108	1 535
Долг*	574	1 435	2 420
Валовая рентабельность	18,7%	21,0%	19,9%
Норма ЕБИТДА	14,8%	16,7%	19,1%
Чистая рентабельность	6,9%	9,4%	13,2%
Долг / Выручка	0,24	0,62	0,75
Долг / ЕБИТДА	1,65	3,72	3,92
ЕБИТДА / Проценты	13,13	7,68	9,92
Долг / Собственный капитал	0,64	1,30	1,58
Долг / Активы	0,15	0,34	0,38
Текущие активы / Активы	0,53	0,59	0,70
Краткоср. долг	21%	26%	5%
Коэф. текущей ликвидности	0,94	1,38	2,03

*Долг без учета обязательств по лизингу 71,4 млн руб. в 2005 г.

Источник: Setl Group



Выручка холдинга в 2006 г. снизилась на 2% по сравнению с 2005 г. и составила 2,3 млрд руб., что было обусловлено цикличностью строительства и особенностями признания выручки в отрасли. В соответствии со стандартами учета выручка по сданному объекту отражается не в момент фактического поступления денежных средств, а в момент передачи квартиры в готовом объекте дольщику. Передача квартир происходит в течение достаточно продолжительного срока после принятия объекта госкомиссией. Выручка каждого отчетного периода формируется объектами, строительство которых началось за 1,5–2 года до отчетной даты. Таким образом, пик сдачи объектов Setl Group, пришедшейся на 2004 г., нашел отражение в выручке холдинга в 2005 г.

Продажи собственных объектов в натуральном выражении снизились с 38,17 тыс. кв. м в 2005 г. до 29,089 тыс. кв. м в 2006 г. Это объясняется двумя причинами:

- Компания стала постепенно переходить на финансирование строительства при помощи банковских кредитов, чтобы получить возможность продавать квартиры с минимальным дисконтом на более позднем этапе строительства.
- В 2006 г. цены на первичном рынке недвижимости в Санкт-Петербурге выросли более чем вдвое. Если в декабре 2005 г. 1 кв. м в новостройке обходился покупателю в 1034 долл. США, то ровно через год, в декабре 2006 г., средняя цена 1 кв. м жилья составляла 2 127 тыс. долл. Как и многие застройщики, компания предпочла дождаться стабилизации ценовой конъюнктуры и наиболее благоприятного момента для открытия продаж. В результате применения этой тактики денежный поток, рассчитанный как оборот по расчетным счетам компании, очищенный от кредитных средств и внутренних оборотов, составил в 2006 г. 3,6 млрд руб., на 24% превысив показатель 2005 г. (2,9 млрд руб.).

Валовая рентабельность на 2,3 проц. пункта превысила уровень 2005 г., составив 21%. Однако в текущем году ожидается ее снижение до 19,9%.

Как и в случае с выручкой, динамика валовой рентабельности во многом зависит от цикла строительства. Важнейшим фактором, оказывающим влияние на величину валовой прибыли, является временной разрыв между датой фиксирования цены реализации объекта, которая до вступления в силу закона № 214-ФЗ происходила на ранних стадиях строительства, и фактически понесенными в процессе строительства затратами, которые растут в течение всего срока строительства, следуя за конъюнктурой рынка стройматериалов и строительных услуг.

В 2007 г. этот фактор станет причиной снижения рентабельности валовой прибыли, так как значительная доля продаж по объектам, запланированным к сдаче в 2007 г., была осуществлена 2005 г. – начале 2006 г. Напомним, что цены на первичном рынке жилья за 2006 г. выросли почти вдвое.

Норма EBITDA выросла с 14,8% до 16,7%, и компания ожидает, что положительная динамика этого показателя сохранится в 2007 г.

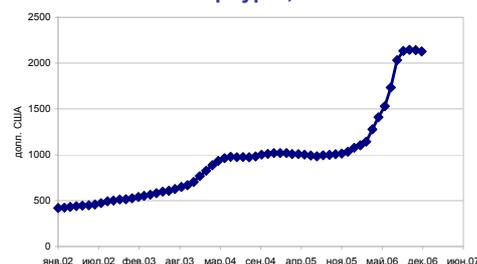
Чистая рентабельность демонстрирует уверенный рост. В 2005 г. рентабельность по чистой прибыли составила 6,9%, а в 2006 г. выросла до 9,4%, ее прогнозное значение на 2007 г. составляет 13,2%.

Активы

В 2006 г. активы компании составили 4 262 млн руб., увеличившись на 13,5% по сравнению с 3 752 млн руб. в 2005 г.

Активы на балансе группы включают три основных составляющих:

Динамика цен первичного рынка жилья в Санкт-Петербурге, 2002-2006



Источник: Setl Group

Валовая рентабельность увеличилась на 2,3 проц. пункта в 2006 г. с 18,7% до 21%

Норма EBITDA выросла с 14,8% до 16,7%. Компания ожидает сохранения положительной динамики по итогам 2007 г.

Чистая рентабельность в 2006 г. составила 9,4%, существенно повысившись по сравнению с 6,9% в 2005 г.

Активы Setl Group – 4,3 млрд руб., на 13,5% больше чем в 2005 г.



- основные средства;
- незавершенное строительство, отраженное в запасах;
- инвестиционная собственность.

По нашей оценке, в 2006 г. более 85% валюты баланса пришлось на указанные три группы активов.

Эмитент ежегодно проводит переоценку инвестиционной недвижимости. В качестве оценщиков привлекаются компании ООО «Центр оценки «Аверс» и ООО «Лабриум-Консалтинг».

Инвестиционная собственность представляет собой имущество в распоряжении компании, назначение которого – получение арендных платежей, доходов от прироста стоимости, либо и того и другого. Инвестиционная недвижимость учитывается по рыночной стоимости, которую ежегодно определяет независимый оценщик. Положительная разница по итогам переоценки относится на прибыль компании за период и увеличивает валюту баланса, отражаясь в активах и капитале.

Незавершенное строительство отражается в оборотных активах по строке «Запасы» наряду с сырьем, материалами и готовой продукцией, которая представляет стоимость объектов, уже построенных и переданных в эксплуатацию по акту госкомиссии, но пока не переданных дольщикам по актам приемки-передачи или не реализованных.

Долг

Долг компании составил 1 435 млн руб. на 1 января 2007 г. и увеличился до 1 684 млн руб. к 1 апреля 2007 г. без учета обязательств по лизингу.

По состоянию на 1 апреля 2007 г. в обеспечении по привлеченным кредитам находились объекты основных средств балансовой стоимостью 21,8 млн руб. и инвестиционная собственность на сумму 71,5 млн руб.

В качестве обеспечения по целевым кредитам (проектное финансирование) выступают также права требования и имущественные права на застройку. Стоимость объектов незавершенного строительства, финансирование которых осуществляется с привлечением целевых кредитов, по состоянию на 01.01.07 составляет 836 млн руб.

На 1 января 2007 г. средневзвешенная ставка по кредитам составила около 14%. В 2007 г. Setl Group ожидает снижения средневзвешенной ставки, которое будет достигнуто как за счет применения схемы целевого фондирования, так и в результате развития общей тенденции к снижению ставок заимствования для холдинга.

Большая часть заемных средств привлечена в российских рублях. В структуре долга только 19% приходится на кредиты в иностранной валюте.

Кредиторами Setl Group выступают крупнейшие банки страны – Сбербанк, Банк Санкт-Петербург, МДМ-Банк и Промышленно-строительный банк.

Отношение Долг/ЕБИТДА составило 3,7х по сравнению с 1,6х в 2005 г. Рост долга объясняется отказом от привлечения средств дольщиков и переходом на финансирование новых проектов за счет банковских кредитов.

Основными статьями, формирующими активы холдинга, являются: основные средства, незавершенное строительство и инвестиционная собственность

Долг – около 1,7 млрд руб. по состоянию на 1 апреля 2007г.

Средневзвешенная ставка по кредитам на 1 января 2007 г. – около 14%

Основная валюта заимствования – российские рубли

Кредиторы Setl Group – крупнейшие банки страны

Долг/ЕБИТДА – 3.7х в 2006 г.



Целевое фондирование

В 2006 г. компания совместно с Северо-Западным банком Сбербанка России разработала и запустила принципиально новую для региона схему реализации строительных проектов – целевое фондирование. Целевое фондирование представляет собой кредитование проекта застройщика банком с одновременным накоплением средств покупателей на целевых депозитных счетах в банке и периодическим уменьшением ставки по кредиту пропорционально объему зарезервированных средств.

По мнению юристов SetI Group и Сбербанка, модель целевого фондирования не противоречит федеральному закону № 214, так как в данном случае средства покупателей не расходуются на строительство, а депонируются в банке.

В то же время такая модель финансирования позволяет:

- снизить ставки кредитования;
- сократить срок реализации проекта по сравнению с проектным финансированием;
- формировать пул потенциальных покупателей в процессе строительства;
- обеспечить независимость финансирования строительства от притока средств дольщиков.

Кредитование в рамках целевого фондирования осуществляется следующим образом:

- Банк предоставляет финансирование в объеме до 80% затрат по реализации проекта, а 20% затрат заемщик (застройщик) покрывает из источников, не связанных с объектом строительства, для реализации которого применяется модель целевого фондирования.
- Банк открывает застройщику кредитную линию в размере до 80% стоимости проекта. Имущественные права на застройку находятся в залоге у банка.
- Потенциальный покупатель квартиры в возводимом объекте заключает договор с застройщиком о резервировании площадей в строящемся объекте.
- Потенциальный покупатель открывает целевой накопительный беспроцентный счет в банке-кредиторе, на который перечисляет денежные средства согласно графику.
- По мере накопления средств потенциальных покупателей на целевых депозитных счетах в банке-кредиторе, банк снижает процентную ставку по кредиту. Средневзвешенная ставка по действующим договорам целевого фондирования составляет 12,2%.
- После сдачи объекта в эксплуатацию с потенциальными покупателями заключаются договоры купли-продажи
- Денежные средства с целевого накопительного счета покупателя переводятся на расчетные счета застройщика, после чего осуществляется передача квартиры покупателю.

В течение срока строительства застройщик не имеет доступа к средствам на целевых накопительных счетах. Потенциальный покупатель не несет никаких рисков, кроме риска упущенной выгоды (счет является беспроцентным), и может изъять свои средства в любой момент. Изъятие средств потенциального покупателя с целевого накопительного счета не влечет за собой перебоев в финансировании проекта, так как банк продолжает выдавать средства, корректируя ставку кредитования.

Финансирование по схеме целевого фондирования представляет собой кредитование проекта застройщика банком с одновременным накоплением средств покупателей на целевых депозитных счетах в банке и периодическим уменьшением ставки по кредиту пропорционально объему зарезервированных средств

В течение срока строительства застройщик не имеет доступа к средствам на целевых накопительных счетах. Потенциальный покупатель не несет никаких рисков, кроме риска упущенной выгоды



Сильные стороны и возможности роста

- Рост располагаемых доходов населения и развитие ипотечного кредитования увеличивают платежеспособный спрос на жилую недвижимость.
- Большой портфель проектов по строительству жилой и коммерческой недвижимости, превышавший 600 тыс. кв. м, обеспечит непрерывную деятельность Setl Group в ближайшие 3–5 лет.
- Компания провела аудит (KPMG) предварительной комбинированной финансовой отчетности по МСФО за 2005 г. и планирует представлять аудированную отчетность по МСФО в будущем.
- Разработанная программа целевого фондирования позволяет осуществлять строительство независимо от графика поступлений средств дольщиков, а также начинать продажи на более поздней стадии строительства, максимизируя выручку по объекту.
- Разумная по отраслевым стандартам долговая нагрузка.

Слабые стороны и риски

- Небольшой объем сдачи увеличивает риски «одного» проекта.
- Недостаточно прозрачная структура собственности.
- Негативное изменение конъюнктуры на рынке недвижимости, способно оказать существенное влияние на бизнес компании.
- Используемая компанией модель финансирования новых строительных проектов предполагает залог имущественных прав и прав требования по строящимся объектам в течение всего срока реализации проекта.



Сравнение с другими компаниями сектора

Развитие публичного рынка долговых обязательств строительного сектора сформировало широкий круг эмитентов различного кредитного профиля.

Широкий диапазон оценки риска эмитентов обусловлен их дифференциацией по размеру бизнеса, информационной прозрачности для инвесторов и перспективами каждой конкретной компании.

Выбирая группу сравнения, мы ориентировались на размер бизнеса и качество представления финансовой отчетности, что ограничило круг сравнения Жилищным капиталом, М-Индустрией, Мианом и Адамантом.

Основные финансовые показатели Setl Group в сравнении с другими компаниями, 2005

млн руб.	Setl Group (МСФО)	Жилкапитал (МСФО)	М-Индустрия (МСФО)	МИАН (неаудир.)	Адамант (неаудир.)
Продажи	2 358	940	1 666	8 549	7 561
ЕБИТДА	349,0	147,2	573,7	877,2	2 772,6
Активы	3 752	5 912	1 890	12 313	16 032
Собственный капитал	876	748	879	5 501	12 342
Долг	574	931	264	5 458	3 219
Норма ЕБИТДА	14,8%	15,7%	34,4%	10,3%	36,7%
Текущая ликвидность	0,9	1,9	2,0	2,0	3,0
% краткосрочного долга	22,1%	49,3%	79,2%	86,4%	0,0%
Долг/Капитал	39,9%	55,5%	23,1%	49,8%	20,7%
Долг/Активы	15,5%	15,7%	14,0%	44,3%	20,1%
Долг/ЕБИТДА	1,6	6,2	0,5	6,2	1,2
ЕБИТДА/Проценты	13,1	4,0	33,5	5,2	9,6

Источник: Данные компаний, оценки Уралсиба

Setl Group в сравнении с Жилищным капиталом

Плюсы:

- Отчетность Setl Group подготовлена в соответствии с МСФО и подтверждена аудитом KPMG, в то время как отчетность Жилищного капитала является простым переложением РСБУ.
- Выручка Setl Group в 2005 г. в 2,5 раза превысила выручку Жилищного капитала.
- Долговая нагрузка Setl Group значительно ниже. В 2005 г. коэффициент Долг/ЕБИТДА составил у Setl Group 1,6х против 6,2х у Жилищного капитала.
- Покрытие процентных расходов ЕБИТДА было существенно выше у Setl Group: 13х против 4х у Жилищного капитала.

Вывод: Setl Group обладает преимуществами перед Жилищным капиталом в силу большего объема продаж и существенно более низкой долговой нагрузки при сопоставимой рентабельности. Долговые обязательства Setl Group должны торговаться с дисконтом к облигациям Жилищного капитала.

Setl Group в сравнении с М-Индустрией

Плюсы:

- Выручка Setl Group в 2005 г. в 1,4 раза превысила объем продаж М-Индустрии.

Минусы:

Setl Group обладает преимуществами перед Жилищным капиталом в силу большего объема продаж и существенно более низкой долговой нагрузки при сопоставимой рентабельности. Долговые обязательства Setl Group должны торговаться с дисконтом к облигациям Жилищного капитала



- М-Индустрия более чем вдвое превзошла Setl Group по рентабельности EBITDA.
- У М-индустрии более низкая долговая нагрузка. Коэффициент Долг/EBITDA был равен 0,5х в 2005 г., а величины отношений долга к капиталу и активам составили 23% и 14% против 39,9% и 15,5% у Setl Group.

Вывод: Несмотря на меньший размер бизнеса, М-Индустрия демонстрирует существенно более высокую эффективность, чем Setl Group, при минимальной долговой нагрузке. Совокупность этих факторов заставляет предположить, что М-Индустрия превосходит Setl Group по кредитному профилю, поэтому облигации Setl Group заслуживают премии к выпуску М-Индустрии.

Setl Group в сравнении с Мианом

Плюсы:

- Качество финансовой отчетности Setl Group выше, чем у Миана, представляющего только консолидированные управленческие данные и отчетность по РСБУ.
- Setl Group добилась более высокой эффективности, опередив Миан по норме EBITDA на 4,5 проц. пункта.
- У Setl Group значительно более низкая долговая нагрузка: отношение долга к EBITDA почти в четыре раза ниже, чем у Миана. Лучше и показатели отношения долга к активам и долга к капиталу, 39,9% и 15,5% против 49,8% и 44,3% соответственно у Миана.

Минусы:

- Миан превосходил Setl Group по выручке в 3,6 раза.
- По сумме активов Миан превзошел Setl Group более чем в 3 раза
- Миан – известный бренд на московском рынке недвижимости.

Вывод: Хотя Миан уступает Setl Group по качеству отчетности, эффективности и размеру долговой нагрузки, масштаб операций компании и узнаваемость бренда на московском рынке оказывают ему существенную поддержку. Масштабы бизнеса обуславливают некоторую премию облигаций Setl Group к Миану. Размер премии мы оцениваем в 50–100бп.

Setl Group в сравнении с Адамантом

Плюсы:

- По качеству отчетности Setl Group имеет преимущества перед Адамантом, представляющим только управленческую отчетность.

Минусы:

- Выручка и активы Адаманта в разы превосходят показатели Setl Group. В 2005 г. выручка Адаманта превысила объем продаж Setl Group более чем втрое, а активы – более чем в 4 раза.
- Эффективность Адаманта значительно выше. Рентабельность EBITDA составила 36,7% по сравнению с 14,8% у Setl Group.
- Долговая нагрузка Адаманта, оцененная по отношению Долг/EBITDA, была ниже, чем у Setl Group: 1,2х против 1,6х. Отношение долга к капиталу также характеризовало долговую нагрузку Адаманта как более низкую.

Вывод: Setl Group уступает Адаманту не только по масштабу бизнеса но и по эффективности и долговой нагрузке. Очевидным преимуществом Setl Group является только наличие аудированной

Несмотря на меньший размер бизнеса, М-Индустрия демонстрирует существенно более высокую эффективность, чем Setl Group, при минимальной долговой нагрузке. Совокупность этих факторов заставляет предположить, что М-Индустрия превосходит Setl Group по кредитному профилю, поэтому облигации Setl Group заслуживают премии к выпуску М-Индустрии.

Хотя Миан уступает Setl Group по качеству отчетности, эффективности и размеру долговой нагрузки, масштаб операций компании и узнаваемость бренда на московском рынке оказывают ему сильную поддержку. Масштабы бизнеса обуславливают некоторую премию облигаций Setl Group к Миану. Размер премии мы оцениваем в 50–100бп.

Setl Group уступает Адаманту не только по масштабу бизнеса но и по эффективности и долговой нагрузке. Очевидным преимуществом является только аудированная отчетность по МСФО. Облигации Setl Group должны торговаться с премией в 100–150бп к выпуску Адаманта.



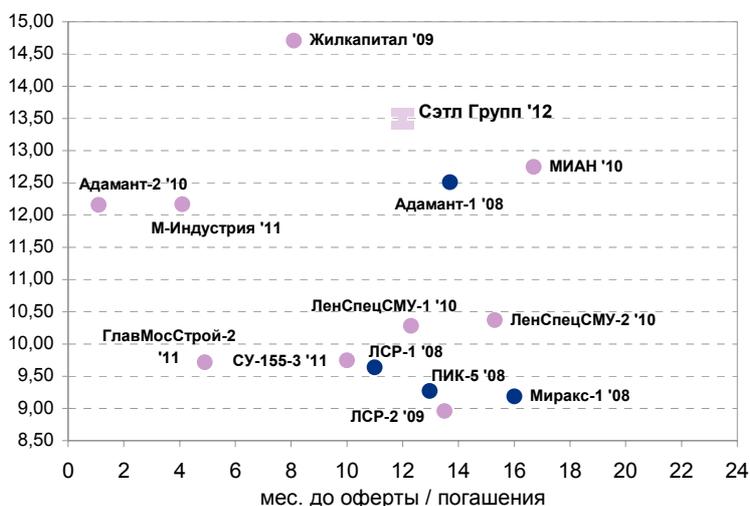
отчетности по МСФО. Мы считаем, что облигации Setl Group должны торговаться с премией в 100–150бп к выпуску Адаманта.

Прайсинг

Лидеры рынка по объему строительства: Главмосстрой, ПИК и СУ-155, а также передовые компании с точки зрения прозрачности бизнеса, в том числе Миракс Групп (рейтинг B2 от Moody's и B от Fitch), ЛенспецСМУ (рейтинг B от S&P) и ЛСР, способны привлекать заемные средства по низким ставкам. Спред долговых обязательств лидеров строительной отрасли к кривой ОФЗ находится в диапазоне 370–470бп.

Компании, характеризующиеся меньшими объемами строительства или малопонятной финансовой отчетностью, а также высоким уровнем долговой нагрузки, платят значительно более высокую премию. Спред к ОФЗ группы эмитентов, к которой относится и предлагаемый вниманию инвесторов дебютный выпуск облигаций Setl Group, находится в диапазоне 700–900бп.

Картина рынка



Источник: Cbonds, ММВБ

Таким образом, нижняя граница доходности дебютного выпуска Setl Group находится на уровне 12,7%, верхнюю границу – 14,7%, задает выпуск Жилищного капитала

На основании сравнения с другими компаниями, представленными на долговом рынке, мы считаем, что справедливый уровень доходности дебютного выпуска облигаций Setl Group находится в диапазоне 13,40%–13,60%

На основании сравнения с другими компаниями, представленными на долговом рынке, мы считаем, что справедливый уровень доходности дебютного выпуска облигаций Setl Group находится в диапазоне 13,40%–13,60%



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / Перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырскова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, CFA, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, Nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007